

明治大学大学院政治経済学研究科

2019 年度

博士学位請求論文

(要約)

国際貿易の促進とリスクカバー：

貿易金融の利用とその影響についての実証分析

The Role of Risk Covering in Promoting International Trade:

Empirical Analyses on Trade Finance and its Use in International Trade

学位請求者 経済学専攻

ヌルメメット 依克山

背景、目的および研究分野への貢献

背景

2008-09年に世界的な金融危機（いわゆるリーマンショック）が発生した際、世界GDPの成長率は約5%ポイントの落ち込みを経験した。しかし、同時期における国際貿易の成長率はそれを上回る約20%ポイントの大きな下落をみせた。Eaton, Kortum, Neiman and Romalis (2016)ではリーマンショック前後の国際貿易の減少に対して分析が行われ、その約80%は国際的な需要の低下によって説明できるの分析結果がまとめられている*。一方2008-09年の貿易の落ち込みに対して、需要以外の説明要因の一つとして貿易金融がリーマンショック直後に行われた様々な定性的な調査で指摘されている。貿易金融はさらにその後、Eaton, Kortum, Neiman and Romalis (2016)で指摘されている需要による説明（80%）以外の20%を説明する要因の一つとして、様々な報告において取り上げられた。しかし、これらのような定性的な報告や指摘、実務から見た貿易金融が国際貿易取引を行う上で果たす非常に重要な役割にも関わらず、リーマンショックの収束以降、貿易金融は学術研究においてその役割や重要性に見合った注目を得ておらず、理論・実証の双方から十分に研究されているとは言えない状況にある。

本論文ではこのような背景を受け、金融危機時における貿易の急激な落ち込みを説明する需要以外の要因としての貿易金融に注目することを研究の出発点としている。本論文の目的は、貿易金融が国際貿易へ与える影響、具体的には貿易金融の利用が国際貿易の促進と下支えにおいて果たす役割を計量分析を通じた定量化によって明らかにすることである。このような目的を果たすため、本論文は以下のような構成で研究成果をまとめている。第1章を貿易金融についての導入として位置づけ、貿易金融の基本的な仕組みとその利用を含めた現状について詳細に述べている。次に第2章では貿易金融に関する先行研究のサーベイを行い、理論研究と実証分析の両面からこれまでの先行研究の問題点や不足点、ナレッジギャップなどを指摘している。続く第3～5章では先行研究の問題点・不足点を補い、ナレッジギャップを埋めるべく、新たな視点や代理変数に基づいた貿易金融に関する実証分析とそれらの結果についてまとめている。そして本論文の最後ではそれまでの実証分析から得られた結果を基に、国際貿易の促進や下支えに向けた貿易金融を中心とした政策の方向性と貿易金融やそれを含めた貿易決済全体の将来について議論している。

研究分野に対する貢献

本論文は大きく二つの点において国際経済学、特に国際貿易の分野における研究の蓄積に貢献している。一つ目は現在研究分野が抱えている問題点の解決や先行研究の不足・ナレッジギャップを補うべく取り組み、貿易金融に関する新たな視点や代理変数を提示した点である。そしてもう一つは第一の点で提示した貿易金融に関する新たな視点や代理変数を利用した定量分析を行い、貿易金融を通じた国際貿易を促進・下支えを目的とした新たな分析結果をまとめることによって、国際貿易（特に国際貿易分野）における貿易金融に関する研究の蓄積に微力ながら貢献した点である。

後の章でも詳細に検討するが、貿易金融の分野における実証分析はこれまでに包括的な分析が行われたとは言えず、その最大の理由は貿易金融データの利用可能性の低さである。このような研究分野の問題に対し、本論文では二つの方向から取り組んでいる。一つ目として貿易金融に関する実証分析を行う際の新たな視点を提

* しかし、その中でも日本と中国は例外とされている。

表 1 国際貿易における主なリスク

経済リスク	為替リスク	輸送リスク	政治的リスク		
支払拒否 支払不能	為替レートの変化	商品の損傷	外交政策	国内政策	経済政策
受取拒否	為替切り下げ・ 切り上げ	商品の紛失	戦争	暴動	送金禁止
発送遅延			禁輸措置	内戦	為替の停止
劣悪品			貿易制限		

出所：WTO (1995)

示し、その視点に基づいた定量分析を行ったのである。具体的には中国における自国通貨決済（人民元貿易決済プログラム）の導入に注目し、その背後にある貿易金融の供給（拡大）という新たな視点を提示している。そして二つ目の取り組みの方向ではより直接的にデータの利用可能性問題に取り組み、貿易実務の流れを追うことによってこれまでに注目されることのなかった新たな代理変数として未着品を提示している。未着品のデータは企業の財務諸表で報告されているオープンなデータであり、利用可能性という点において最も入手が容易であると言える。未着品について利用可能な正式なデータベースがあるわけではないが、未着品データの利用は貿易金融の実証研究が抱えるデータ利用可能性問題に一石を投じるものであり、中国における自国通貨貿易決済の導入も含め、新たな視点や代理変数の提示が上記研究分野に対する一つ目の貢献である。

そして研究分野に対する二つ目の貢献は一つ目に関連し、またその結果でもある。中国における自国通貨決済の導入に関する分析はその着目点がユニークなだけでなく、これまでに分析されていないエリアにおいて新たに統計的かつ経済学的に有意な結果をまとめており、貿易金融に対する研究の蓄積に貢献している。また、金利や金融機関の業績指標を利用した分析は先行研究の内容を踏襲しているが、分析対象をより広範囲に広げ、より一般的な結果を提示しただけではなく、貿易金融の実際に即したより直感的な分析による結果を提示している。さらに未着品を利用した分析は同分野における初の試みであり、この分析によって提示された結果もまた今後発展の可能性がある新たな研究の蓄積である。

論文各章の構成と概要

第 1 章 導入 - 貿易金融の概観と現状の把握

貿易金融は国際貿易取引を行う上で非常に重要な要素である。第 1 章では貿易金融の実際やその仕組みについて詳細に把握し、その全体像について概観している。国際貿易はその大きな特徴として、国内の商取引には無い独自のリスクをいくつも抱えている。表 1 にあるように、貿易決済に利用される通貨の為替レートの変動や海外への輸送に伴う商品の破損、取引相手の破産や支払不能・支払拒否、国際内外の政策（為替の停止や送金の凍結、貿易制限や内戦など）によるリスクなどがその代表的な例である。これらのリスクに対する回避の手段を講じずに国際貿易取引を行うことは、その当事者企業にとって百害あって一利無しであると言える。実際の貿易取引ではこれらのリスクをカバーするための様々な手法が存在するが、本論文では特に支払に関するリスクに注目し、そのリスクカバー手段である貿易金融について分析を行って。

貿易に従事する企業は、商品の受け渡しと資金の支払について相反する意向を持っている。輸出を行う企業

は一般的に出来る限り早く資金の支払を受けたいと考え、資金支払の遅延や拒否を最も避けたいと考えたと予想される。一方輸入企業は先に輸入される商品を確認したいと考えるため、資金の支払を出来る限り遅らせようとする。貿易金融は国際貿易における支払のリスクをカバーするだけでなく、このような相反する二つの意向を取り持つことにより、貿易取引をより円滑に進めているのである。さらに貿易取引の需要が存在するものの、潜在的なリスクが貿易金融によってカバーされることにより、国際貿易が促進されるとも考えられる。貿易金融はその用途や特徴によっていくつかの種類に分かれるが、その中でも特に貿易信用状は金融機関によって供給され、最も良く利用される貿易金融の一つである。貿易信用状の基本的な考え方は一定のコストを支払う代わりに、国際貿易取引におけるリスクを金融機関に移転し、支払の保証を得ることである。

国際貿易における貿易金融の利用は 2008 年時点で 15.9 兆ドル[†]であり、最も広義な貿易金融の定義に従った場合、世界貿易の約 80-90% が何かしらの形態の貿易金融を利用しているとされている[‡]。2017 年時点での貿易金融の利用は過去 3 年間に渡って低下傾向にあり、これは近年続く低リスク・低金利な環境と、費用の上昇や規制の強化などを理由とした金融機関の貿易供給能力の縮小による結果であると考えられる[§]。貿易金融の需給ギャップは大きく、貿易金融によるリスクカバーが最も必要な国や地域では過少供給が続いており、その供給主体である金融機関による「質への逃避」が大きな問題となっている。このような問題を解決するためには金融機関による供給能力の拡大が必要であり、市場の失敗と捉えた政策支援と供給拡大に向けた新たな技術の応用が重要となる。

第 2 章 先行研究 - 貿易金融に関する理論および実証研究の発展 -

第 2 章では国際貿易の視点から幅広い文献を網羅し、国際経済学の分野における貿易金融およびそれに関連する研究の全体像を把握すべくサーベイを行っている。これまでの国際経済学や国際貿易の理論においては、収穫逓増や企業の異質性、中間財貿易などが大きな命題として扱われてきた。しかし、資金市場は完全であるとの暗黙の仮定が置かれており、資金調達や国際貿易における支払や資金回収は 100% であるとの仮定で分析が行われてきた。貿易金融に関連する研究は、このような暗黙の仮定に対して取り組み、より研究フレームワークを現実的にするものであると言える。

本章における理論分析に関するサーベイでは国際貿易における決済手法の選択を始め、貿易信用や金融市場の発展など、研究の焦点別に文献を網羅している。決済手法の選択を分析の中心に据えた研究ではいくつかの点が先行研究で共通して指摘されている。一つ目は法執行の重要性であり、契約が履行される確率や程度が取引を行う双方にとって重要であることは直感的と言えよう。二つ目は情報の非対称性の存在であり、これは国際貿易取引において金融機関が提供する貿易金融を必要とする大きな理由の一つであると言える。また、企業間の取引関係も情報の非対称性に関連して多くの研究で触れられている。一般的に取引関係の継続により情報の非対称性が軽減し、取引相手のリスクをより明確に捉えられるようになると考えられる。(企業から見た)取引相手のリスクが取引関係によって変化することは、それが貿易金融の利用に影響を与える意味で非常に重要かつ直感的であると言える。同じく貿易信用に関する分析においても、先行研究から貿易信用が国際貿易を促進するものであるが、企業は情報の非対称性により往々にして(貿易信用を含む)信用制約に直面するという点が指摘されている。貿易金融に関する理論面での研究蓄積はまだ浅いが、今後の発展が期待される方向はいくつもある。外部資金依存度がいくつかのフレームワークに組み込まれている一方、他の産業別の特徴についてはまだ明示的にモデル等に含まれていない。さらにこれまでのフレームワークはほとんどが静的モデルで

[†] Asumundson, Dorsey, Khachatryan, Niculcea and Saito (2011)

[‡] Auboin (2009)

[§] ICC (2018)

あり、これらを動的に拡張することもまた新たな示唆をもたらすと考えられる。また国際貿易の多くを占めるとされている企業内貿易に関してもまだ貿易金融（あるいは企業内信用供与）の視点から十分な検証が行われておらず、このような分析もまた新しい含意を持つと期待される。

一方、本章での実証分析に関するサーベイでは利用されているデータの種類を基に研究を三つに分類し、それぞれの分類ごとにレビューを行っている。一つ目のグループは貿易金融に関する直接的なデータ、特に貿易信用状などのデータを利用した分析である。二つ目のグループは間接的な代理変数を利用した分析であり、これには貿易信用、貿易保険や貿易保証などが含まれる。三つ目のグループは貿易取引に関連する金融面での制約に着目した研究である。三つ目のグループは輸出入企業、銀行および経済全体の状況に注目することにより、これらの貿易とのつながりや貿易への影響、両者の間の関係などを明らかにすることを目指している。第一のグループである直接的な貿易金融データを利用した研究は主に三つの研究動機を持っている。一つは貿易金融の供給が貿易にどのような影響を与えるかを直接分析することである。二つ目は貿易金融の需要・供給に影響を与える要因を解明することである。そして三つ目の動機はこれらの要因が貿易に与える影響を定量化することである。これまでの直接的な貿易金融データを利用した先行研究では貿易金融の供給がその供給主体である銀行の財務状況などに影響される一方、背後にある原因は多種だが、需要は輸出入企業が直面しているリスクに影響を受けるとの結果が得られており、共通して貿易金融の重要性を強調する推定結果がまとめられている。第二のグループである貿易信用のデータを利用した分析結果から示唆される内容は、直接的な貿易金融データを利用した分析からの発見の多くと共通する。貿易取引は確かに貿易信用（およびそれについての保証）の影響を受けており、また貿易信用そのものもリスク環境や企業・銀行双方の財務状況に影響を受けることが明らかになっている。これらの影響の大きさは平時では一般的な需要の貿易への影響に比べて比較的小さいが、決して無視できるものではない。多くの研究で繰り返し指摘されているように、金融危機などが発生した場合、これまでの研究で指摘されている貿易信用などの影響は大きく増幅されるのである。そして三つ目のグループに属する分析・研究やその結果はいくつかの共通点を持つ。一つはこれらの研究は全て貿易金融あるいは国際貿易取引を行う際の資金面の重要性を強調している点である。国際貿易に対する貿易金融の影響は、需要によるものに比べて比較的小さく、国や地域によってばらつきがあるが、国際貿易に対して有意な説明力を持っていることは確かである。二つ目は貿易金融の影響は金融危機などが発生した場合増幅されるという点である。先行研究の中には通常時において貿易金融の貿易に対する影響が観測されなかったものもある。しかし、金融危機などが発生した場合を考慮した分析ではほぼ例外なく有意な関係が報告されている。この結果は金融危機下の高リスク環境を反映したものであると考えられ、貿易金融がリスク回避の手段であること合わせて考慮すると、その影響が危機時に大きくなることは直感的である。三つ目の点は財務状況と産業の外部資金依存度である。多くの研究で財務状況あるいは財務の健全性は貿易金融の需給を考える上で不可欠な要素であることが指摘されており、外部資金依存度もまた貿易金融を考える上で重要な産業特性として強調されている。

貿易金融に関連する理論分析は、先にも述べたように、まだ洗練されたフレームワークが確立されていない。また実証分析研究についても貿易金融データの利用可能性の低さや背景となる理論の不足が研究の発展を妨げている。これからの研究に発展においてはこれらの問題に取り組み、理論・実証双方が相互に影響し合う好循環を生み出すことこそが、同分野の研究発展に必要不可欠である。

第3章 貿易金融の供給 - 自国通貨決済の導入による貿易金融供給の拡大とその貿易への影響 -

国際貿易における資金の決済や回収は通貨と密接に関連している。国内の商取引は基本的に自国通貨で決済が行われるため、関連する通貨は一つである。しかし、国際貿易は多くの場合通貨の異なる二つの国の間で行

われる。値付け、請求および決済をどちらの国の通貨、あるいは第三の通貨で行うかはそれぞれの取引に関係する主体によって決められ、予想される通貨価値の変動や資金コストなどはその際の重要な要素となる。これらの要素を基にした決済通貨の決定と同時に、国際貿易決済における決済リスクのカバーを考慮した場合、決済に利用される通貨建ての貿易金融が利用できることも非常に重要な点であると言える。また、新たにある通貨での貿易決済が可能になった場合、それは同時にその通貨建てでの貿易金融が利用可能になることをも意味し、この新たな通貨建ての貿易金融の供給は貿易そのものに影響を与えと考えられる。このような新たな通貨での貿易決済による貿易金融の供給拡大やそれは貿易に与える影響という視点は、これまでの貿易金融に関する研究では考慮されてこなかったのである。本章ではこのような新たな視点を基に分析を進めるのに当たり、中国に注目している。中国はその目覚ましい経済成長と貿易額の拡大と共に、その通貨である人民元の国際化政策を推し進めて来た。その政策の一環として、2009 年以降に人民元での貿易決済が導入されたのである。本章ではこの中国における政策変化に注目し、人民元貿易決済の導入による人民元建て貿易金融の供給拡大が中国の国際貿易に与えた影響について定量的な分析を行っている。

人民元による貿易決済の導入は、人民元建ての貿易金融が本土および本土以外でも利用可能になること（貿易金融の供給拡大）を意味する。本章では人民元貿易決済の導入は中国全体および省・自治区・直轄市レベルで貿易を促進させたという仮説を基に、国内総生産、実質実効為替レートや金利などについてコントロールした上でいくつかの実証分析を行った。その結果、総輸出入および省・自治区・直轄市レベルでの輸出と輸入において、上記仮説を裏付ける推計結果が統計的に有意に得られた。さらに、代替指標を使った再推定においても同様の結果が得られており、人民元貿易決済の導入の効果がロバストなものであることが実証されている。これらの結果は人民元貿易決済の導入により人民元建ての貿易金融の供給が拡大し、その影響により貿易が促進されたとことを示唆している。本章での分析は貿易金融の分野において人民元貿易決済に関するはじめての分析であり、自国通貨建て貿易決済導入の背後にある貿易金融の供給（拡大）に注目した点でも新しい視点を提供する独自の分析である。また、今後の発展に向けていくつかの方向性が考えられる。本章での分析では人民元貿易決済が貿易に与える影響の波及経路について推定において特定はしていないが、貿易金融を捉える変数などを利用した、特定の経路に注目した分析からはさらなる洞察が得られると考えられる。さらに、国際貿易の決済を考える際、通貨スワップ協定も非常に重要な要素であり、通貨スワップ協定の締結が貿易に与える影響も詳細な分析に値する。また国別や産業別の特性を考慮することも重要である。国家間の地理的な距離（重力モデルをベースにした推定）や産業別の外部資金依存度などをも考慮に入れた分析は、貿易金融の貿易への影響をより明らかにする上で有益であると考えられる。

第 4 章 貿易金融と製造業輸出 - 市場金利と金融機関業績の影響 -

前章では中国の人民元貿易決済の導入に着目し、自国通貨決済を通じて国際貿易における貿易金融に関する分析を行った。本章ではより狭義に貿易金融を捉えるため、金利と銀行に着目した分析を行う。第 1 章でも説明したように、貿易信用状は国際貿易において最も良く使われる貿易金融であり、その供給元は銀行である。したがって、貿易信用状の供給を通じて国際貿易の決済やリスクカバーにおいて重要な役割を果たす銀行も重要な分析の対象であると言える。本章では銀行の業績および銀行同士が取引を行う銀行間取引市場の金利に注目し、これらが貿易に与える影響について分析する。貿易信用状の供給主体である銀行が何らかの外的ショックを受けた場合、様々なビジネス活動がその影響を受けると考えられる。当然貿易信用状の供給もその内の一つであると考えられ、銀行による貿易金融の供給が減少すると想定される。また、同様のショックは（特定の、場合によっては全ての）市場において信用収縮を引き起こす可能性があり、銀行にとって流動性の確保が最優先事項になると考えられる。これは先に述べた貿易金融の供給をさらに先細りさせるだけではな

く、流動性への超過需要を生み出し、流動性のコストである金利を上昇させる。特に銀行間取引市場金利（中でも特にロンドン銀行間取引市場金利である London Interbank Offer Rate: LIBOR）は金融商品などの価格の基準になることが多いため、貿易信用状の供給価格にも影響を与えられと考える。これらの想定される影響を踏まえ、本章における実証分析の仮説は金融危機などにより銀行や市場そのものが影響を受けた場合、その影響は貿易金融を通じて国際貿易にも波及するというものである。

この仮説を検証するため、本章では二つの指標を利用し、三つの分析を行う。分析に利用する指標の一つは Chor and Manova (2012) での議論に基づく銀行間取引市場の金利であり、もう一つは Amiti and Weistein (2011) で用いられている銀行の業績を表す指標である時価対簿価比率である。銀行間取引市場金利を用いたクロスカントリー分析と日本に着目した分析ではパネルデータを利用し、銀行間取引市場金利を市場全体の信用供与状況の指標や貿易金融価格の代理変数とし、その貿易への影響を推定している。16ヶ国の銀行間取引市場金利を利用したクロスカントリー分析では、銀行間取引市場金利と総輸出との間に負の関係性が統計的に有意に観測された。また、日本を除く 15ヶ国の日本への輸出を対象にした分析でも同様の結果が得られている。銀行間取引市場金利の上昇は信用供与の収縮、流動性の不足および貿易金融価格の上昇などを捉えたものと考えられるため、信用市場での変化が貿易金融を通じて貿易（輸出）に影響を及ぼしていることが示唆されている。次に、時価対簿価比率を用いた分析では日本の上場製造業に注目し、各企業を取引先銀行とマッチさせた上で、銀行の業績を表す指標が取引先の製造業企業の輸出に与える影響を分析している。分析の結果、銀行の業績と上場製造業の輸出の間に正の統計的に有意な関係が見出された。銀行の業績が良く、十分に体力がある状態では融資や信用供与などを行う余力も十分にあり、企業が輸出をする際により貿易信用状などの貿易金融が利用しやすくなると考えられる。一方、何らかの理由（金融危機など）により銀行の業績が悪化して体力が奪われた場合、貿易信用状を含む貿易金融の供給は縮小に向かうと考えられ、それが企業の輸出の減少にもつながると考えられる。時価対簿価比率を用いた分析結果はまさにこのような直感的説明をサポートするものであり、実態経済における需要の縮小だけではなく、金融面での要因も貿易に影響を与えていることを示唆するものである。

第5章 未着品から見た貿易信用状 - 貿易信用状の代理変数としての未着品とその影響 -

本論文のこれまでの議論の中で、貿易金融データの利用可能性について幾度も触れてきた。第1章でも述べたように、貿易金融が国際貿易において広い範囲で使われていることが調査研究の結果から明らかになっているが、貿易金融に関する実証分析ではデータの利用可能性の低さが常に大きな問題であり続けている。比較的包括的なデータとして、利用した貿易決済や貿易金融の報告を義務付けているいくつかの国の税関データや国際銀行間通信協会データ、個別企業の内部財務データなどがあるが、いずれも非常に限定的な利用しかできない状況にある。このデータの利用可能性問題に取り組むべく、本章では（特に銀行が供給主体である）貿易信用状の利用を捉える新たな代理変数として、企業の財務諸表上で公表されている利用可能性の高い変数を提案する。企業の金融・財務活動の記録として、財務諸表には企業のほぼ全ての活動が記録されている。本章での分析は企業が貿易信用状を利用した場合、財務諸表内でどのように分類・報告されるのかという問題を出発点としている。この問題に対する答えこそが本章で取り上げる新しい代理変数であり、企業の財務諸表で報告されている未着品（未着商品）である。詳細については次の節で説明するが、ほとんどの場合において貿易信用状は取引される財の所有権を表す書類と密接に関連している。銀行による貿易信用状の供給は輸入企業の信用度および輸入される財に基づいて行われる。貿易決済の流れの中で、貿易信用状が輸入企業の取引先銀行から輸出企業に向けて動く一方、取引される財の所有権に関する書類（船荷証券など）は輸出企業側から輸入企業側に向けて転送される。一般的には転送される書類が先に輸入企業の手元に届き、輸送される財は後に到着す

る。輸出された財が輸入企業の手元に着くまで、輸出企業側から転送された所有権書類は「未着品」として輸入企業の財務諸表に載せられるのである。貿易の実務において貿易信用状と所有権書類はコインの表と裏の関係にあるため、より入手しやすい所有権書類のデータを追跡することにより、貿易信用状の利用が把握可能になるのである。

貿易信用状利用の代理変数としての未着品データを使い、それが企業の仕入に与える影響を定量化することが本章の目的である。本章では実証分析を通じて以下の二つの問題に答えることを目指している。一つ目は未着品データによって捉えた貿易信用状の利用に影響を与える要因が何であるかという問題である。二つ目はその他の関連要素を考慮に入れた状態で、貿易信用状の利用は企業の仕入にどのような影響を与えるかという問題である。本章全体を通じて新しい代理変数を提案し、貿易信用状の利用やそれが企業の仕入に与える影響についての実証分析を行い、その結果および考察をまとめる。具体的には日本企業のデータを使った二つの分析の結果、貿易信用状の利用（未着品）と企業の仕入との間に統計的に有意な関係が観測されている。さらにデータセットに含まれるそれぞれの産業についても個別に推定を行い、それぞれ有意な関係性が見出された。筆者の知る限り、貿易金融の分野において未着品を利用した分析は初めてであり、本章での分析は同分野において新たな利用可能性の高い指標を提供するだけでなく、今後の同様の分析の基礎となる研究内容である。

結びに - 政策の方向性と今後の展望 -

本論文では国際貿易におけるリスクカバーとしての貿易金融に注目し、その重要性を示す研究とその成果をまとめてきた。いずれも国際貿易を促進・下支えする上での貿易金融の役割についての分析であり、全体を通しての軸は国際貿易とその促進・下支えにある。これまでの分析結果は国際貿易における貿易金融の重要性を示唆するものであるが、その示唆を現実での国際貿易の促進を繋げるために、本論文で分析の対象となった視点やデータ、そこから得られた結果を政策面での選択肢として議論する必要がある、政策的な選択肢についての考察により、本論における分析とその結果は国際貿易の促進において真に有意義なものになると言える。本章ではこれまでの分析および結果を小括した上で、得られた示唆を基に国際貿易を促進・下支えするための政策的方向性について議論している。

国際貿易における貿易金融には依然大きな需給ギャップが存在する。貿易金融の十分な供給と利用によって、その利用無しには実現し得なかった貿易取引を実現させることが可能であり、貿易金融の十分な供給は貿易促進に不可欠である。これまでの定量分析の結果より、貿易金融の供給を通じての国際貿易の促進と下支えをする上でいくつかの政策の方向性が考えられる。一つ目として短期信用市場、特に銀行間取引市場における金利の変動が貿易に影響を与えることは先行研究および本論文での分析から明らかになっている。銀行間取引市場の金利は貿易金融の供給価格の基準となっているため、その変動は貿易金融の供給価格の変動を通じて貿易に影響を与えられと考える。このような分析結果を基に、短期信用市場での金利の急激な上昇の抑制を目的とした流動性供給は貿易を下支えするという視点からも正当化されうる。2008-09 年の金融危機の例を見た場合、需要の低下による貿易の縮小が大部分を占めているとの研究結果から、需給面から見ても十分に成り立つ取引も存在していたと考えられる。このような貿易取引は需給の影響をあまり受けないながらも、適切な（価格や額の）貿易金融の利用という面で制約に直面した可能性がある。つまり、金融危機による短期信用市場での金利上昇が貿易金融の価格に影響し、その利用が制限されたことにより貿易取引が実現できなかった場合も十分考えられるのである。このようなケースはまさに 2008-09 年の金融危機時の貿易の落ち込みを説明する上で、需要以外の要因として貿易金融が注目される理由でもある。このような背景や先行研究、本論文での新たな分析結果から、危機が発生した際に貿易金融の価格や供給に対して何らかの影響を与える政策介入を行うことができれば、貿易の落ち込みを限定できると考えられる。金利指標を利用した先行研究が主に 1 ヶ国

を対象とした分析であったのに対し、本論文ではクロスカントリー分析において金利の貿易への影響を観測している。信用市場への流動性供給自体は金融危機が発生した際の政策の一つとして既に多く行われている。しかし、先行研究での分析はこのような政策が貿易を下支えするという側面からも正当化されることを示唆している。さらに本論文ではそのような示唆がより広く一般的に観測されることを提示しており、政策としての市場への流動性供給は銀行に対してだけではなく、実体経済、中でも特に国際貿易を下支えする上でも広く有効な政策であることを示唆している。

市場金利の貿易への影響に加え、本論文では中国における人民元貿易決済の導入に関する分析結果をもとめている。人民元（自国通貨）による貿易決済が可能になり、これまで利用出来なかった人民元建てでの貿易金融が本土だけではなくオフショア市場でも利用可能になったため、中国の国際貿易が促進されたと考えられる。同様に、特に途上国において、自国通貨による貿易決済の導入は貿易促進（およびその先の経済発展）を目的とした政策として可能である。自国通貨決済の導入は貿易金融の供給（拡大）による貿易促進効果が期待できるが、さらに二つのメリットがあると考えられる。一つ目のメリットは自国内企業が為替リスクと外貨の調達コストを削減できる可能性がある点である。自国通貨での貿易決済が可能であれば、貨への交換が必要なくなり、その交換過程による差損も回避できるのである。二つ目のメリットは海外企業が国内のより広い企業層にアクセスできる点である。海外企業が他国において取引相手を探す場合、潜在的な取引相手との取引実現の可能性は非常に重要である。途上国においてこれまでに海外との取引経験の無い企業が（例えばサプライヤーとして）新たに海外企業と取引を行う場合、海外取引のノウハウなどに欠けるため、自身にとって慣れ親しんだ手段を使って取引を進めることが可能であれば、それを好むと考えられる。これは貿易の決済に、またその決済リスクのカバーとしての貿易金融にも当てはまると推測される。しかし、自国通貨決済の導入による影響は他の分野にも及ぶため、慎重さが必要となる。新興国や途上国での急激な金融自由化の促進や金融規制の緩和が望ましくない副作用をもたらす可能性があることは国際金融のトリレンマからも明らかである。自国通貨建ての貿易決済の導入は金融規制緩和政策の一種であり、規制緩和による広範囲な影響を十分に考慮しなければならない。

今後の貿易金融について展望すると、貿易金融供給を主に担っている民間金融機関が、十分な供給を行うための投資にコストの面から消極的であるため、貿易金融の長期的な需給ギャップを埋めるため、追加的な資金を供給するだけではなく、供給コストをいかに引き下げるかが重要となる。このような背景を受け、現在大きく注目されているのがいわゆる分散型台帳技術である。この技術は直近では暗号通貨の取引（およびそれにまつわる一連の不祥事）を通じて注目を集めており、通貨・資産・取引など金融に関わるあらゆる側面をこれまでに無く大きく変貌させる可能性があるとされている。また、分散型台帳技術は資産の取引だけではなく、国際貿易の決済についても大きな変革をもたらす可能性を秘めている。

参考文献

- Amiti, Mary and David E. Weinstein (2011) “Exports and Financial Shocks,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No. 4, pp. 1841–1877.
- Asmundson, Irena, Thomas Dorsey, Armine Khachatryan, Ioana Niculcea, and Mika Saito (2011) “Trade and Trade Finance in the 2008-09 Financial Crisis,” *IMF Working Paper WP/11/16*.
- Auboin, Marc (2009) “Restoring trade finance during a period of financial crisis: Stocktaking of recent initiatives,” *WTO Staff Working Paper No. ERSD-2009-16*.
- Chor, Davin and Kalina Manova (2012) “Off the cliff and back? Credit conditions and international trade

- during the global financial crisis,” *Journal of International Economics*, Vol. 87, No. 1, pp. 117–133.
- Eaton, Jonathan, Samuel S Kortum, Brent Neiman, and John Romalis (2016) “Trade and the Global Recession,” *NBER Working Paper No. 16666*.
- International Chamber of Commerce (2018) “2018 Global Trade - Securing Future Growth,” Technical report, URL: <https://iccwbo.org/content/uploads/sites/3/2018/05/icc-2018-global-trade-securing-future-growth.pdf>.
- World Trade Organization (1995) “WTO Special Studies 3: Trade, Finance and Financial Crises,” Technical report, URL: https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/special_study_3_e.pdf, World Trade Organization: Geneva.
- Nuermainaiti, Yikeshan (2018a) 「RMB Trade Settlement and CNH - Occurrence of RMB Offshore Market and its Impact on China’s International Trade -」, 『政治経済学研究論集』, 第 3 巻, 123–143 頁.
- (2018b) 「Understanding the Trade Finance Universe - Development of Theoretical Frameworks and Empirical Researches -」, 『政治経済学研究論集』, 第 2 巻, 159–180 頁.
- (2019) 「Trade Finance in Statements - Firm-level Data of Undelivered Goods and its Impact on Firms’ Purchase -」, 『政治経済学研究論集』, 第 4 巻, 87–107 頁.
- スルメメット 依克山 (2013) 「金融危機下における国際貿易に関する考察～概観と金融面からの分析～」, 修士論文, 一橋大学, 国立市、東京都、日本.
- (2017) 「金融危機下における国際貿易に関する分析 - 貿易金融を中心とした金融面からの考察-」, 『政治経済学研究論集』, 第 1 巻, 95–114 頁.